F. POLITICA DE MERCADO DE CAPITALES

La capacidad generadora de ingreso en una economía depende de la cantidad y calidad de sus recursos productivos y de la eficiencia en el uso de los mismos. Por lo tanto, las tasas de crecimiento experimentadas por el producto nacional son explicadas directamente por aumentos en cantidad y mejoras en la calidad y en el grado de eficiencia económica de los recursos usados en los distintos procesos productivos.

Uno de los recursos más importantes en la actividad económica de un país es el capital productivo; así ha quedado demostrado en diversos estudios realizados por organismos técnicos como ODEPLAN y los Institutos de Economía de diversas universidades del país. De acuerdo a estas investigaciones se ha estimado que entre el 40% al 60% del ingreso chileno se explica por el aporte del capital productivo y la tecnología que implica, a pesar de que en algunas áreas su rendimiento es muy bajo. Por ello es de suma importancia destinar esfuerzo a la creación y buena asignación del capital, y es a esto a lo que se dirige una política de Mercado de Capitales.

La transferencia de recursos financieros, por un cierto período de tiempo, de unas unidades económicas (los ahorrantes) a otras (los inversionistas y consumidores), con la

obligación de la devolución de éstos, más un cierto premio o interés, es lo que se denomina crédito.

Este crédito se canaliza a través de tres vías: el sistema bancario, instituciones financieras no pertenecientes al sistema bancario y mecanismos "contractuales" personales (especialmente prestamistas que cobran intereses usurarios).

En Chile el crédito bancario se ha comportado de manera extraña en relación a la conducta de esta misma variable en otros países semejantes al nuestro. En efecto, desde 1940 a alrededor de 1966, el crédito bancario, como porcentaje del producto nacional bruto, permaneció constante en promedio, y en algunos de estos años experimentó drásticas reducciones, especialmente en 1954 y 1955, año en que la inflación alcanzó cifras del orden del 80%. Con respecto a la composición de estos fondos la situación fue aún peor, pues debido al financiamiento inflacionario del déficit fiscal, gran parte de esos recursos fueron trasladados del sector privado al sector público, de forma tal que el sector privado experimentó una reducción real en el total del crédito a él asignado. En lo que dice relación a la distribución del crédito, dentro del mismo sector privado, la situación fue notoriamente ineficiente, pues mediante políticas económicas erradas tales como el control selectivo del crédito y limitaciones que no permitían reajustabilidad, sólo unos pocos "afortunados" podían conseguir el uso de estos recursos y muchas veces no eran aquellos que podían hacer un uso más eficiente de ellos. Algunas de estas irregularidades se trataron de subsanar en el período gubernamental 1965-1970, y de hecho se obtuvo un aumento en la cantidad real de crédito total. Otras medidas tales como el impuesto al crédito y la reajustabilidad de las cuentas de ahorro a plazo ayudaron a implantar un costo real positivo del crédito a los usuarios y permitió otorgar una retribución real a quienes depositaron sus recursos en el sistema bancario. Pero con respecto a la participación del sector privado en el

total del crédito bancario no se realizaron correcciones profundas y muchas de las ineficiencias que acompañan un control selectivo del crédito permanecieron.

Todos los estudios realizados indican que uno de los problemas más graves que afectó al sistema financiero fue la fijación de la tasa de interés, y en especial, el que dicha tasa fuera normalmente fijada a un valor inferior al de la inflación existente, lo que implicaba que los ahorrantes al depositar fondos en el sistema financiero no sólo no ganaban interés, sino que además, perdían parte de su capital. Este fenómeno es muy claro en el período 1940-1960; sólo a partir de la creación de mecanismos de ahorro reajustable se establecen condiciones que incentivan nuevamente al ahorro y que corrigen parcialmente este problema. Además, el bajo costo del crédito y el subsidio implícito en él, incentivó las demandas por préstamos aun cuando el destino que éstos tuvieran fuera de reducida rentabilidad.

Por otro lado, el desarrollo de los instrumentos crediticios disponibles a través del sistema institucional no bancario se vio frustrado, especialmente por barreras institucionales que impedían la formación de nuevos y más variados organismos financieros, y además, por el control que se ejerció sobre la tasa de interés.

Estas razones dieron lugar al nacimiento de mercados secundarios de crédito, con costos de transacción bastante más elevados que los que existen en mercados especializados en este tipo de transacciones. Esta fue y es la principal razón de la existencia del "prestamista", cuya importancia demostrada por un estudio realizado en 1965 es significativa, especialmente en el sector rural.

De lo anterior se debería desprender que una de las principales fuentes de crédito es el ahorro nacional, pero las políticas económicas seguidas por las autoridades en los últimos 30 años han conducido a una baja tasa de ahorro y a una

canalización poco eficiente de éste hacia inversiones productivas.

Es así como en la década 60-70 el ahorro nacional bruto no alcanzó a constituir el 15% del producto nacional bruto. Por su parte el sector privado nacional realizó aproximadamente el 55% del total de ahorro llevado a cabo en el país, el resto provino de los sectores Gobierno y externo. Obviamente, estas bajas tasas de ahorro son en gran parte consecuencia de la estrechez y mal funcionamiento del mercado de capitales, especialmente aquella proporción que se canaliza vía instituciones no bancarias.

En un país con un mercado de capitales desarrollado, los ahorrantes se ven enfrentados con una amplia gama de posibilidades donde colocar parte de sus ingresos actuales a cambio de un mayor ingreso o patrimonio en el futuro. Por otro lado, los inversionistas que pueden llevar adelante proyectos rentables están dispuestos a entregar parte de sus ganancias, a cambio de fondos que les permitan realizar la inversión. El mercado establecerá un precio por el uso de los fondos (tasa de interés) que forzará a que sean sólo las inversiones más rentables las que puedan llevarse a cabo.

En Chile la alta inflación, acompañada de políticas de control de la tasa nominal de interés, ha impedido un adecuado desarrollo del mercado de capitales.

Los eventuales ahorrantes al no disponer de instituciones especializadas que sean capaces de asignar sus fondos a inversiones rentables o al recibir de éstas un retorno exiguo o negativo (como ha ocurrido muchas veces en Chile, donde la inflación ha superado la tasa nominal de interés) han preferido llevar a cabo inversiones directamente o bien disminuir los montos ahorrados.

Las inversiones realizadas directamente por el público (construcción de viviendas, mejoras y ampliaciones de pequeñas empresas, viviendas y locales comerciales, etc.) a

pesar de ser muchas veces lo más conveniente para pequeños ahorrantes desconectados del mercado de capitales, tienen un rendimiento social mucho más bajo que el que se puede obtener en buenas inversiones en el sector industrial o agrícola.

Los problemas existentes pueden ser superados si se diseña una política de mercado de capitales que cumpla las siguientes condiciones.

a) Que el nivel de ahorro de la comunidad sea el más alto posible, y

b) Que dicho nivel de ahorro se distribuya entre las inversiones alternativas disponibles en razón de su mayor rentabilidad social. Dado que las medidas generales propuestas sanearán el funcionamiento de nuestra economía, suponemos que las rentabilidades perceptibles en el mercado corresponderán razonablemente con las rentabilidades sociales.

Para que esto suceda es necesario que el mercado de capitales funcione con una organización tal, que permita:

— Realizar todo tipo de préstamos reajustables a mediano y largo plazo;

— Usar tasas de interés reales para los préstamos de corto plazo (esto significa libertad en la tasa nominal de interés).

— Crear nuevas instituciones financieras con toda flexibilidad y sin más trabas que las que imponen el resguardo de los derechos de los usuarios. Las Financieras de Colombia ofrecen un buen ejemplo, los Bancos de Inversión y los Bancos de Fomento existentes en otros países también representan alternativas

interesantes. La difusión de debentures reajustables, de Bonos de Tesorería reajustables y en general de los variados instrumentos financieros que se han desarrollado en las economías de mercado, son indispensables si se quiere alcanzar un mercado ágil y poderoso.

— Perfeccionamiento de instituciones existentes: el buen funcionamiento de las Bolsas de Comercio, la modernización de los bancos comerciales o hipotecarios, la eliminación de numerosas trabas a las Asociaciones de Ahorro y Préstamo, etc., son vitales para que el mercado de capitales funcione eficientemente. Es evidente que las primeras medidas deberán tomarse en estas áreas, ya que es más fácil que las instituciones existentes movilicen rápidamente los recursos disponibles y la creación de nuevos mecanismos tomará algún tiempo antes de que puedan alcanzar niveles de importancia.

— Reestructurar los mecanismos de control a las instituciones financieras. Es necesario que en el desarrollo del mercado de capitales exista alguna institución que vele por el debido resguardo de los intereses de los ahorrantes, estableciendo normas mínimas de operación, información al público y que asegure el cumplimiento de la ley. En la actualidad esta responsabilidad está diluida en numerosas instituciones como la Superintendencia de Bancos, la Superintendencia de Sociedades Anónimas, el Banco Central, la Caja Central y la Comisión Nacional del Ahorro.

Sería conveniente agrupar, al menos algunas de las funciones que cumplen estas instituciones, con el objeto de lograr una coordinación en esta área y evitar la multiplicidad de normas, a veces contradictorias y

discriminatorias que existen en la actualidad. Las funciones de este organismo central deberían ser limitadas y con objetos específicos, preferentemente de control de operaciones, contabilidad y difusión de información y no de interferencia en el mercado, que condujeran a la creación de un nuevo ente burocrático, que se transformará a la larga en una limitante de los objetivos que se desea alcanzar.

— Tratamiento tributario al ahorro. El sistema tributario vigente da igual trato a quien consume la totalidad de su ingreso que a quien destina una parte de él al ahorro o la inversión. Este tratamiento ha desincentivado a los sectores medios para transformarse en poseedores de capital y contribuir en esta forma al desarrollo económico; este fenómeno a su vez ha favorecido la concentración de capitales y ha restado estabilidad al sistema económico-social. Sería conveniente modificar las actuales normas tributarias dando trato preferencial a aquella parte del ingreso que no es consumida y que se dedica a la inversión. Es evidente que esto debe hacerse dentro de ciertos límites y con el objeto de incentivar a los sectores de bajo y mediano ingreso, de lo contrario se frustarían los propósitos de redistribución del ingreso que son parte de la política tributaria.

— Adaptación de las instituciones nacionales para captar ahorro externo. Aun cuando se realicen grandes esfuerzos por promover el ahorro interno, el desarrollo financiero del país tomará algunos años en captar los fondos suficientes para un crecimiento económico autosostenido. Resulta evidente por lo tanto, que la captación de ahorro externo será de gran utilidad, en

especial durante los primeros años de la nueva política. Una alternativa de captar ahorro foráneo es promover la inversión extranjera (este tema será tratado en forma separada y se destina un capítulo a ello). La otra alternativa es promover el uso de crédito externo que es una forma, tal vez la menos conflictiva, de atraer capitales extranjeros al país.

En el pasado, el gran volumen de créditos externos se canalizó directamente al Gobierno o a agencias de gobierno como CORFO y Banco Central que recibieron el 85% de estos recursos,* el resto fue el sector privado y dentro del sector privado gran parte se canalizó a unas pocas empresas importantes o al financiamiento "atado" a la compra de equipos y maquinaria.

El desarrollo de las instituciones financieras nacionales debe contemplar el acceso a los mercados internacionales, no sólo por ser una fuente importante de recursos, sino también para abrir ese mercado a las pequeñas y medianas empresas que están virtualmente marginadas de él o los compradores de equipos que podrían comprar más ventajosamente si tuvieran alternativas de financiamiento "no atado". En este campo existen numerosos mecanismos que el país ha utilizado sólo parcialmente. Una serie de alternativas se presentan a través de las operaciones bancarias sea utilizando líneas de crédito con bancos corresponsales, sea recibiendo depósitos a la vista o a plazo o recolocando créditos directos de instituciones extranjeras; una posibilidad no utilizada por los bancos chilenos es la de colocar certificados de depósito a plazo, con

---

*De acuerdo a las últimas cifras oficiales el monto adeudado al exterior era en 1970 de US$ 2.425 millones, de los cuales el 85% era deuda estatal incluyendo la deuda de las empresas del cobre y el 15% era deuda del sector privado. Las cifras aludidas no consideran los créditos por utilizar.

fecha de vencimiento fijo que son similares a un bono de plazo medio. La formación de Bancos de Fomento y/o Bancos de Inversión podría permitir la colocación de bonos o debentures emitidos en moneda extranjera en el mercado del llamado eurodólar y recolocar esos fondos con inversionistas del país.

La colocación de bonos de la Deuda Pública y de debentures de empresas nacionales, emitidos en moneda dura también ofrece un campo interesante en los mercados del eurodólar.

Finalmente están las instituciones internacionales de créditos como BIRF, BID, ADELA, FMI, AID, etc. cuyo potencial crediticio sólo está limitado para el país a la presentación de proyectos de interés y a una situación razonable de Balanza de Pagos y estabilidad económica interna.

Es necesario que dentro de la política de mercado de capitales se otorgue gran flexibilidad a las operaciones con el exterior, para permitir no sólo un acceso fácil y expedito a mercados financieros que mueven miles de billones de dólares, sino que además como elemento de regulación de las tasas internas de interés y para ampliar la competencia por oferta de fondos y evitar la eventual formación de monopolios financieros.

Una política abierta al exterior en mercado de capitales supone una política de tipo de cambio real para el resto de la economía y por lo tanto ambas políticas deben estar estrechamente coordinadas, en especial aquellos aspectos que se refieren a movimientos de capital de corto plazo que pueden crear problemas en la Balanza de Pagos.

Llevando adelante este tipo de proposiciones de carácter general, se permitiría a la economía contar con un mercado de crédito canalizado en parte a través de instituciones financieras no bancarias, con la consiguiente ventaja de tener una importante vía de crédito más independiente de la

política monetaria de corto plazo llevada a cabo por las autoridades.

Además, se crearán mecanismos de crédito de mediano y largo plazo, financiados con recursos internos, que hoy no existen para numerosas actividades. Los bancos continuarán desarrollándose y podrán servir en mejor forma las necesidades de crédito de corto plazo a la economía.

Así, el grado de desarrollo del mercado de capitales que se logrará será considerable, ya que a los efectos positivos que producirían las medidas antes enunciadas se añadirían dos fuerzas adicionales.

La primera está relacionada con el mayor nivel de ingreso. La realización global del presente programa permitirá un crecimiento en el nivel de ingreso y se sabe que mientras mayor sea el ingreso de las unidades familiares, mayor será el porcentaje de este ingreso dedicado al ahorro.

La segunda está relacionada con las expectativas. Las medidas descritas en el presente programa, al aumentar las expectativas de estabilidad económica, permitirán a las personas y empresas participar en el mercado de capitales para trasladar fondos de un período a otro, sin riesgo de perder sus ahorros o no poder cumplir sus obligaciones por expropiación de sus activos.

Es así como un mercado de capitales captando más recursos y asignándolos productivamente en una economía sana, hará posible lograr tasas de crecimiento del producto más altas y más estables.